

强烈推荐-A (维持)

中航电子 600372.SH

当前股价：15.65 元

2017 年 08 月 01 日

军工企业产融结合渐入佳境，军民融合打开公司未来成长空间！

基础数据

上证综指	3293
总股本 (万股)	175916
已上市流通股 (万股)	175916
总市值 (亿元)	275
流通市值 (亿元)	275
每股净资产 (MRQ)	3.4
ROE (TTM)	6.4
资产负债率	64.5%
主要股东	中国航空科技工业股
主要股东持股比例	43.22%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	-8	-22	-22
相对表现	-10	-32	-39



资料来源：贝格数据、招商证券

相关报告

- 1、《中航电子 (600372) —航空主业稳步增长，航电平台地位明确!》2017-03-16
- 2、《中航电子 (600372) —航电平台地位明确，军民融合助推公司发展》2016-03-09

王超

010-57601716
wangchao18@cmschina.com.cn
S1090514080007

卫喆

weizhe@cmschina.com.cn
S1090517040003

研究助理

何亮

heliang@cmschina.com.cn
岑晓翔

cenxiaoxiang@cmschina.com.cn

事件：

公司发布公开发行可转换公司债券预案，拟募集资金总额不超过人民币 24 亿元，其中 18.16 亿用于 11 个产业化项目，5.84 亿用于补充流动资金，期限为自发行之日起六年。票面利率及每一计息年度的最终利率水平协商确定，采用每年付息一次的付息方式，到期归还所有未转股的可转债本金和最后一年利息。转股期限自发行结束之日起满六个月后的第一个交易日起至可转换公司债券到期日止

评论：

1、军工企业产融结合渐入佳境

公司作为航空工业电子板块的上市平台，本次公开发行可转债，表明军工企业利用资本市场的意识在不断加强，融资手段多样化趋势明显，军工产业的产融结合渐入佳境。如果能够顺利推进，将有一定的示范作用。

2、募投项目军民融合特点明显

航电技术具有军民通用性强的优势，在军民融合上升为国家战略的背景下，公司按照“技术同源、产业同根”原则实施“军用技术衍生”战略，此次募集资金投入的 11 个产业化项目军民融合特点明显，不仅在航空、航天、舰船、装甲车辆、边防、武警等军用领域前景广阔，在通用航空、轨道交通以及汽车领域也有很大的发展潜力和空间。我们认为募投项目将有力推动公司“343”战略的实现，即实现航空军品、非航空民品和非航空防务占营业收入的比例为 3:4:3 的格局，军民融合的推进将进一步打开公司未来的空间。

3、平台地位明确，业绩拐点预计将出现

公司上市之后经过三次重大资产重组整合了航电系统公司旗下大部分航空电子资产，又于 2014 年托管了航空电子系统公司下属企事业单位，对其经营管理和发展具有充分的决策权，作为中航工业航电系统板块上市平台的地位基本明确，体外的资产进一步注入值得期待。另外公司 2016 年因为子公司经营等问题业绩下滑明显，目前问题已经得到改善，2017 年经营目标为全年销售收入 80.55 亿元，利润总额 7.38 亿元，同比分别增长 15.8%和 26.6%，公司发展逐步步入正轨，业绩拐点预计将出现。

4、业绩预测

预计 2017-2019 年 EPS 为 0.33、0.41、0.49 元，对应 PE 为 47、39、32 倍，维持“强烈推荐”评级！

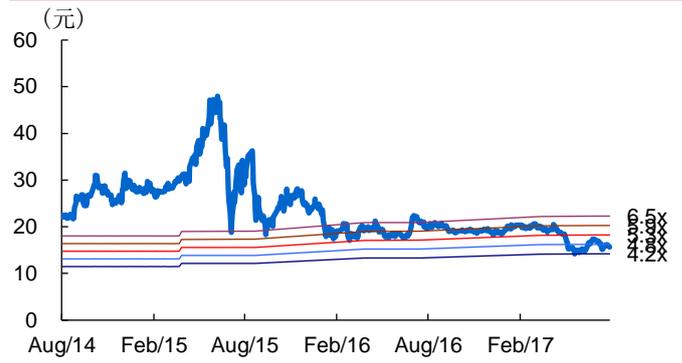
风险提示：科研院所改制受国家政策影响；民用产品拓展低于预期。

图 1：中航电子历史 PE Band



资料来源：贝格数据、招商证券

图 2：中航电子历史 PB Band



资料来源：贝格数据、招商证券

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
流动资产	11445	12446	13552	15024	16748
现金	2435	2288	1855	1472	1047
交易性投资	0	0	0	0	0
应收票据	1212	1505	1742	2019	2339
应收款项	4547	5194	5986	6937	8038
其它应收款	111	151	175	203	235
存货	2747	2818	3228	3739	4330
其他	394	490	565	655	758
非流动资产	4786	5085	5042	5004	4970
长期股权投资	36	41	41	41	41
固定资产	2903	2933	2961	2986	3009
无形资产	617	700	630	567	510
其他	1229	1412	1411	1410	1409
资产总计	16231	17532	18595	20028	21718
流动负债	8109	9065	9272	10140	11146
短期借款	2784	3004	2500	2500	2500
应付账款	3082	3322	3816	4419	5119
预收账款	53	58	66	77	89
其他	2190	2681	2890	3143	3438
长期负债	2198	2195	2795	2795	2795
长期借款	1732	1680	2280	2280	2280
其他	466	515	515	515	515
负债合计	10308	11260	12067	12935	13941
股本	1759	1759	1759	1759	1759
资本公积金	1164	1121	1121	1121	1121
留存收益	2729	3124	3358	3896	4547
少数股东权益	271	267	289	316	349
归属于母公司所有者权益	5652	6005	6239	6777	7428
负债及权益合计	16231	17532	18595	20028	21718

现金流量表

单位：百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
经营活动现金流	520	(105)	391	366	365
净利润	477	460	586	714	865
折旧摊销	315	318	350	345	341
财务费用	287	232	267	273	277
投资收益	(137)	(7)	(7)	(7)	(7)
营运资金变动	(515)	(1117)	(833)	(992)	(1150)
其它	92	10	28	33	39
投资活动现金流	(430)	(419)	(307)	(307)	(307)
资本支出	(536)	(629)	(307)	(307)	(307)
其他投资	106	210	0	0	0
筹资活动现金流	380	482	(517)	(442)	(484)
借款变动	379	876	96	0	0
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	96	(43)	0	0	0
股利分配	0	(176)	(352)	(176)	(214)
其他	(94)	(175)	(260)	(266)	(270)
现金净增加额	470	(41)	(433)	(383)	(425)

资料来源：公司数据、招商证券

利润表

单位：百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	6809	6959	8057	9336	10818
营业成本	4560	4655	5348	6193	7173
营业税金及附加	17	33	40	47	54
营业费用	89	97	113	131	151
管理费用	1335	1309	1515	1755	2034
财务费用	250	242	267	273	277
资产减值损失	69	131	120	120	120
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	137	7	7	7	7
营业利润	627	498	661	824	1016
营业外收入	85	94	90	90	90
营业外支出	31	9	9	9	9
利润总额	681	583	742	904	1097
所得税	173	105	134	163	198
净利润	508	478	608	741	898
少数股东损益	31	18	22	27	33
归属于母公司净利润	477	460	586	714	865
EPS (元)	0.27	0.26	0.33	0.41	0.49

主要财务比率

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
年成长率					
营业收入	3%	2%	16%	16%	16%
营业利润	-8%	-21%	33%	25%	23%
净利润	-21%	-3%	27%	22%	21%
获利能力					
毛利率	33.0%	33.1%	33.6%	33.7%	33.7%
净利率	7.0%	6.6%	7.3%	7.6%	8.0%
ROE	8.4%	7.7%	9.4%	10.5%	11.6%
ROIC	5.7%	5.5%	6.7%	7.6%	8.4%
偿债能力					
资产负债率	63.5%	64.2%	64.9%	64.6%	64.2%
净负债比率	27.8%	26.7%	25.7%	23.9%	22.0%
流动比率	1.4	1.4	1.5	1.5	1.5
速动比率	1.1	1.1	1.1	1.1	1.1
营运能力					
资产周转率	0.4	0.4	0.4	0.5	0.5
存货周转率	1.7	1.7	1.8	1.8	1.8
应收帐款周转率	1.6	1.4	1.4	1.4	1.4
应付帐款周转率	1.6	1.5	1.5	1.5	1.5
每股资料 (元)					
每股收益	0.27	0.26	0.33	0.41	0.49
每股经营现金	0.30	-0.06	0.22	0.21	0.21
每股净资产	3.21	3.41	3.55	3.85	4.22
每股股利	0.10	0.20	0.10	0.12	0.15
估值比率					
PE	57.7	59.8	47.0	38.6	31.8
PB	4.9	4.6	4.4	4.1	3.7
EV/EBITDA	6.4	7.2	5.8	5.1	4.5

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

王超，军工行业分析师，清华大学精密仪器与机械学系工学学士、硕士，2014年7月加盟招商证券，历任华创证券研究所机械军工研究员、北京东方永泰投资管理有限公司总裁助理。2016年新财富第五名，水晶球第四名，第一财经最佳分析师第二名。

卫喆，北京航空航天大学航空发动机系工学学士，中国科学院流体力学硕士，曾在中航工业下属中航商发总体部从事航空发动机研发，2016年加盟招商证券。

何亮，天津大学精密仪器与光电子工程学院光电信息工程学士，清华大学精密仪器与机械学系硕士，曾在航天科工集团下属航天测控公司从事武器装备测试保障设备研发，2016年加盟招商证券。

岑晓翔，对外经济贸易大学金融硕士，本科自动化专业，2016年加盟招商证券。

投资评级定义

公司短期评级

以报告日起6个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深300指数）的表现为标准：

- 强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数20%以上
- 审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数5-20%之间
- 中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间
- 回避：公司股价表现弱于基准指数5%以上

公司长期评级

- A：公司长期竞争力高于行业平均水平
- B：公司长期竞争力与行业平均水平一致
- C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起6个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深300指数）的表现为标准：

- 推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数
- 中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数
- 回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。